

学校编码: 10384

分类号密级

学 号: 17620110153599

0110153537UDC

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

风投支持公司的盈余管理行为动态研究

Study on the Dynamics of Earning Management in

Venture-Backed Company

林智章

指导教师姓名: 沈 维 涛 教 授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2014 年 9 月

论文答辩时间: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席:

评阅人:

2014 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为(国家自然科学基金项目“风险投资支持的企业 IPO 折价、择机与后管理问题研究”)课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

论文摘要

近年来,我国风投产业发展迅速,风投机构、风险资金、投资项目以及从业人员等均大幅度增长。IPO 上市是风险资本退出的理想方式,风投支持公司在 IPO 各阶段的盈余管理行为以及风投在其中所起的作用是财务会计研究的重要问题。

本文以风投支持公司和风投机构为研究对象,研究风投支持公司盈余管理行为的动态变化,以及风投机构影响公司盈余管理行为的动态变化。

本文首先构建公司经理、风投机构和其他股东的盈余管理行为三方博弈模型,分析公司经理和风投机构在均衡状态下的盈余管理行为策略。博弈结果表明,

(1) 公司经理对应计盈余管理监督水平调整的敏感度小于对真实盈余管理监督水平调整的敏感度。为了更能适应风投监督的动态变化,公司经理倾向于选择真实盈余管理。经理最优真实盈余管理程度随着应计盈余管理程度的增加而减少,两者此消彼长,因此风投支持公司存在真实和应计盈余管理的交替和并存,但更多表现为真实盈余管理。(2) 风投影响公司真实盈余管理的边际成本,比影响公司应计盈余管理的边际成本低,因为公司经理对真实盈余管理的监督变化更为敏感。因此,风投倾向对真实盈余管理施加影响,这个影响可以是抑制或者刺激。

在博弈分析的基础上,本文采用非平衡面板回归和均值检验,实证分析风投支持公司盈余管理行为的动态变化。实证结果表明(1) IPO 公司在各个阶段的盈余管理程度表现出动态变化, IPO 当期盈余管理程度高于其他各阶段,存在为顺利实现上市而进行盈余操控的 IPO 动机。风投支持公司的盈余管理程度的动态变化比无风投支持公司更强烈。(2) 实证结果支持了博弈模型的结果。风投支持公司在 IPO 各阶段,存在着应计盈余管理和真实盈余管理交替并存的现象,在并存的情况下,更倾向于真实盈余管理活动。

进一步在博弈分析的基础上,本文采用混合回归的方法,实证分析风投机构影响公司盈余管理行为的动态变化。实证结果表明:(1) 在 IPO 筹备期和 IPO 当期,以及解锁退出前,风投支持公司比非风投支持公司有更高的盈余管理程度,风投的持股比例越高,盈余管理程度越高。风投机构存在着“侵害”的“道德行为”。(2) 实证支持博弈分析的结论,风投机构在 IPO 各个阶段,影响公司应

计盈余管理还是真实盈余管理的倾向也存在动态变化,但倾向于影响真实盈余管理行为,尤其是在 IPO 筹备期和 IPO 当期以及解锁后退出前,这与风投支持公司盈余管理行为倾向一致。(3) 内在制约因素风投声誉对风投机构刺激公司盈余操控的作用存在动态变化。高声誉风投机构比低声誉风投机构对盈余管理的边际影响更大。风投机构存在刺激公司盈余操控,追逐声誉的机会主义行为。(4) 外在制约因素中,审计机构对风投机构试图刺激盈余操控的“道德行为”起着抑制作用,但证据较弱。承销商则不起抑制作用。对于公司治理,董事会和监事会对风投机构的“道德行为”存在监督和抑制,尤其是在解锁退出前的时期。但风投的刺激得到大股东的支持甚至放大,虽然程度很小。公司经营绩效越好,规模越大,风投机构刺激盈余操控“道德行为”的程度越低,管理层对风投机构影响公司盈余管理的“配合”意愿也减弱。对于真实盈余管理,债务契约起助长作用。

本文创新点和学术贡献主要在三个方面:(1) 构建包括公司经理、风投机构和其他股东的三方博弈模型,分析风投支持公司在应计盈余管理和真实盈余管理的行为权衡博弈。相对现有研究仅考虑公司经理和股东,具有较大扩展和补充。(2) 综合分析风投支持公司的应计和真实盈余管理,包括程度和行为方式权衡的动态变化。相对多数研究仅分析单一方面,本文研究更为全面。(3) 分析风投对公司盈余管理实施影响的倾向,相对现有文献仅研究是否存在影响,具有一定的拓展。同时研究了风投影响公司盈余管理的内在制约因素和外在制约因素,区别于现有研究分析这些因素对风投支持公司的影响,本文则是分析对风投机构的影响,研究对象不同,这对现有研究提供了一定的拓展和补充。

关键词: 风投支持公司; 风险资本; 应计盈余管理; 真实盈余管理

ABSTRACT

China's venture capital industry has been developing rapidly in recent years. Venture capital institutions, venture capital invested, investment programs, and the employees are substantially increased. This paper aim to investigate the dynamics of accrual and real earning management of VC backed companies during the five IPO phases, and role of VC in VC backed company's earning management.

This paper proposes a triple-player game model to analyze the trading off strategy of VC backed company between accrual and real earning management, and of VC's affecting on accrual or real earning management. The result shows that, the manager of VC backed company are more sensitive to VC's regulation on real earning management than on accrual ones. Hence, to be adapted to VC's time varying regulation, manager prefers to manipulate the real earning management. The model also shows that, the marginal cost of VC's regulation on real earning management is less than on accrual one, and hence, VC prefers to implement restriction or stimulation on real earning management of VC backed company.

The empirical of an unbalanced panel regression shows that, the earning management of VC backed company shows dynamics in the IPO phases, the earning management in IPO is much higher than other phases, the earning management in PRESALE is also higher than in POSTSALE. Empirical evidence also shows that, the VC backed company tends to manipulate the real operating transactions, which confirms the result of game model.

The paper investigate the role of VC in earning management of VC backed company with pooled regressions. The empirical shows that, the earning management of VC backed company in PREIPO, IPO, and PRESALE is higher than non VC backed company, which means that VC tends to stimulate the earning management. The empirical evidence also shows that, VC tends to affect manager's real earning management, which also confirms the results of game model. The inner and external factors which would weaken or strengthen the role of VC in the earning management of VC backed company are also investigated. The empirical evidences shows that, in order to pursuit reputation, VC tends to stimulate the manager's earning management. A good company governance will weaken VC's role in manager's earning

manipulation. The empirical evidence also shows that, the operating performance and size of the company, will also tends to weaken VC's attempt to stimulation the earning management of VC backed company, since the manages has less motivations in earning management when the company shows good operating performance.

The main contribution of this paper to current literatures includes, (1) to propose a triple-player game model to analysis the trade-off strategies of VC and VC backed company. (2) to provide the empirical evidence for dynamics of earning management, and dynamics of the trading-off between real and accrual managements of VC backed company. (3) to provide empirical evidence for dynamics of the role of VC in the earning management of VC backed company. The empirical evidence for how inner factor, VC reputation, and external factors, auditor and underwriter, and company governance etc., weakening or strengthening the role of VC are also provided.

Key words: VC-backed company ; venture capital ; accrual earning management; real earning management

目录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与问题提出	1
第二节 研究思路和研究方法	6
第三节 研究内容和研究框架	8
第四节 主要创新点	9
第二章 研究综述	11
第一节 理论基础	11
第二节 盈余管理行为相关研究综述	12
第三节 风投机构对公司 IPO 的影响研究综述	19
第四节 风投机构对公司盈余管理的影响研究综述	29
第三章 风投支持公司的盈余管理行为博弈模型	38
第一节 模型的构建与求解	38
第二节 风投支持公司盈余管理行为的策略	43
第三节 风投影响公司盈余管理行为的策略	47
第四节 本章小结	49
第四章 风投支持公司盈余管理行为的动态分析	50
第一节 理论分析与研究假设	50
第二节 研究设计	53
第三节 实证结果与分析	61
第四节 本章小结	80
第五章 风投影响公司盈余管理行为的动态分析	82
第一节 风投影响公司盈余管理行为的动态变化	82
第二节 风投影响公司盈余管理行为的内在制约因素	99
第三节 风投影响公司盈余管理行为的外在制约因素	103
第四节 本章小结	121

第六章 研究结论与政策建议	123
第一节 研究结论	123
第二节 政策建议	125
第三节 研究局限和研究展望	127
参考文献	129
附表	137
致谢词	145
读博期间科研成果	147

Table of Contents

Chapter1 Introduction	1
1.1 Background	1
1.2 Methods	6
1.3 Framework	8
1.4 Contribution	9
Chapter2 Literature Review	11
2.1 Fundamental Theory	11
2.2 Literature about Earning Management	12
2.3 Literature about VC and IPOS	19
2.4 Literature about VC and Earning management	29
Chapter3 Game model for Earning Management of VC-backed Company	38
3.1 Assumptions	38
3.2 Trading-off Strategy of VC backed Company	43
3.3 Trading-off Strategy of VC	47
3.4 Sub Conclusion	49
Chapter4 Dynamics of Earning Managemengt of VC-backed Company	50
4.1 Hypothesis	50
4.2 Empirical model	53
4.3 Empirical Results and Analysis	61
4.4 Sub Conclusion	80
Chapter5 Dynamics of Role of VC in the Earning Management of VC backed Company	82
5.1 Dynamics of the role of VC in VC backed company's Earning management	82
5.2 Internal Factors for the role of VC in VC backed company's Earning management	99
5.3 External Factors for the role of VC in VC backed company's Earning	

management	103
5.4 Sub Conclusion	121
Chapter6 Conclusions	123
6.1 Conclusions of the rusults	123
6.2 Suggestions	125
6.3 Limitation and further study	127
References	129
Attached Table	137
Acknowledgemen	145
Research Achievements	147

第一章 导论

本章介绍论文的研究背景并提出待研究的问题，阐述本文的研究思路、研究方法、研究内容和研究框架，并总结本文主要创新点和学术贡献。

第一节 研究背景与问题提出

风险投资，英文为 Venture Capital，简称 VC，在我国通常也被翻译成“创业投资”。风险投资行业已在我国取得了长足发展，由于实务界与理论界对风险投资概念的界定存在一定的分歧，对其概念的外延部分有不同的看法。因此，本文将对研究的风险投资进行明确界定。

根据美国风险投资协会（NVCA）的定义，风险投资是由风险投资家投入到创新性、高成长性或具有发展潜力的企业中的一种股权性资本。而国际经济合作和发展组织（OECD）将风险投资定义为三种类型：以高科技与知识为基础，生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资；专门购买在新思想或者新技术方面独具特色的中小型企业的股份，并促进这些中小型企业的形成和创立的投资；向具有发展潜力的新兴企业或者中小企业提供股权资本的投资。我国 2006 年 3 月 1 日颁发的《创业投资企业管理暂行办法》规定：创业投资是指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式。国家发改委对风险投资的相关规定为：“风险投资主要是通过向创新型的中小企业进行权益投资，然后对所投企业发展完善后利用股权出售和转让的方式获得资本增值和收益”。

虽然国内外对于风险投资的概念略有不同，但内涵是一致的，即以风险投资基金为主，通过风险投资公司将募集的资金投资于未上市的创新型中小企业，是一种既承担高风险又谋求高回报的投资方式。本文所指的风险投资特指传统意义上的风险投资，而私募股权投资（Private Equity，简称 PE）通常以非公开的方式向特定人员募集资金，并以股权形式投资非上市公司，同时对被投资公司提供一系列增值服务，最后通过首次公开发行、并购等方式向第三方转让股权等方式实现退出并获取相应的投资收益。对于私募股权及风险投资之间的区别，在学术

界及实务界并没有形成一致意见。通常上讲，私募股权一般投资发展期或成熟期的企业，而风险投资则投资于种子期或发展期的企业。本文所指风险投资仅限于在首次公开发行（IPO）之前投资于企业，并通过首次公开发行退出从而实现投资收益的资本方式，因此在后文中“风险资本”、“风险投资”、“风投”、“风险投资机构”、“VC”、“VC 机构”这些概念是等同的。此外，后文中“创业企业”、“风投支持企业”、“风投支持公司”、“风险资本支持企业”、“被投资企业”、“VC 持股企业”等均指风险投资机构所投资的企业。

在 20 世纪 90 年代之后，风险投资作为一种支持创业企业家的工具，在培育孵化创新型中小企业、解决就业问题、推动高新科技产业、拉动经济增长点等方面逐渐发挥出巨大作用，成为一个国家的创新经济发展的重要推动力量。在理论界，从 20 世纪 70 年代开始，国内外学者对风险投资展开了广泛深入的研究，研究视角也较为丰富，包括其投资过程与策略、退出路径与收益分配、风险投资声誉、IPO 抑价与长期业绩等，这一系列的理论研究结果对于风险投资实践界也产生了一定的影响。近年来，随着中国风险投资产业的蓬勃发展以及相关政策的逐步完善，我国无论是在投资机构总数、筹集的风险资本金总数、投资项目总量，还是在风险投资及基金管理机构的从业人员等方面，都取得了长足的进展。据统计（如图 1-1），2013 年中国 VC/PE 投资市场共募资完成（含首轮募资完成）基金 266 支，募资完成规模为 275.35 亿美元；2012 年披露 VC 投资案例 566 起，投资金额 47.67 亿美元，相比 2011 年分别下降 42.0% 和 46.7%；149 家 VC/PE 机构通过 97 家企业的上市实现 235 笔 IPO 退出，总计获账面回报 436.3 亿元，平均账面回报率为 4.38 倍。

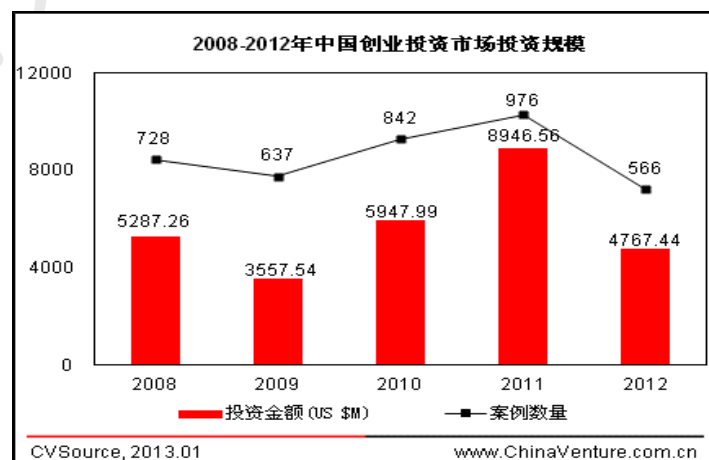


图 1-1：2008-2012 年风险投资支持的 IPO 企业数量及融资规模

数据来源：投中集团《中国创业投资及私募股权投资市场统计分析报告》（2006-2012）

在 2012 年全球资本市场低迷态势下，VC/PE 背景中国企业 IPO 数量与融资金额大幅下滑，融资规模同比缩水逾五成。根据统计，2012 年共有 97 家 VC/PE 背景中国企业在全球资本市场实现上市，总计融资达 801.1 亿元，数量和金额同比分别下降 41.2%、55.4%，融资金额创下近四年新低（见图 1-2）。

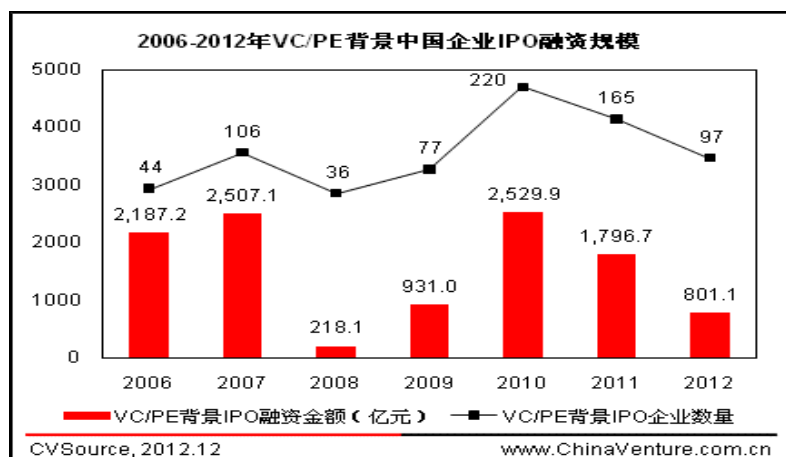


图 1-2：2006-2012 年 VC/PE 背景中国企业 IPO 数量与融资金额

数据来源：投中集团《中国创业投资及私募股权投资市场统计分析报告》（2006-2012）

风险资本投资创业企业，其最终的目的是通过提供一系列增值服务帮助企业成长，而后运用恰当的股权流动方式来实现高额的投资收益。因此，风险投资的成功需要宽松的进入门槛和良好的运行环境作保障，更重要的在于顺畅的退出环节，这关系到风险投资企业者能否收回资本，使资本得以循环流动，从而实现投资—退出—再投资这样一个良性循环的过程。风险资本往往会采用三种主要的退出方式，包括首次公开发行（IPO, Initial Public Offering）、兼并收购或股本回购、破产清算等。而由于 IPO 这种方式，其股本变现或流动较为方便，且收益率往往较高，因此这种方式往往被风险投资机构所采用。Bygrave 和 Timmons（1992）、Gompers（1998）等学者的实证研究表明，VC 通过 IPO 这种退出方式所获得的资本回报率高于其他方式，因此 IPO 成为大部分风险投资机构实现资本回报的主要方式。

在风险资本所投资企业成功上市之后，股东持有的股权往往存在一定的禁售期，通常为一年。因此，从时间点来看，风险资本在其所投资的企业历程可以划分为五个阶段，（1）IPO 筹备期（后文用 PREIPO 表示）：IPO 前 2 年；（2）IPO 当期（后文用 IPO 表示）：IPO 上市当年；（3）锁定期（后文用 LOCKUP 表示）：

通常为 12 个月，不少风险投资机构会公开承诺在上市以后超过 1 年再逐步减持股份或者完全退出；（4）解锁后退出前（后文用 **PRESALE** 表示），解锁后风投继续持有股份或者减持，直至完全退出前；（5）退出后（后文用 **POSTSALE** 表示）：完全退出所投资的风险企业。具体如下图 1-3：

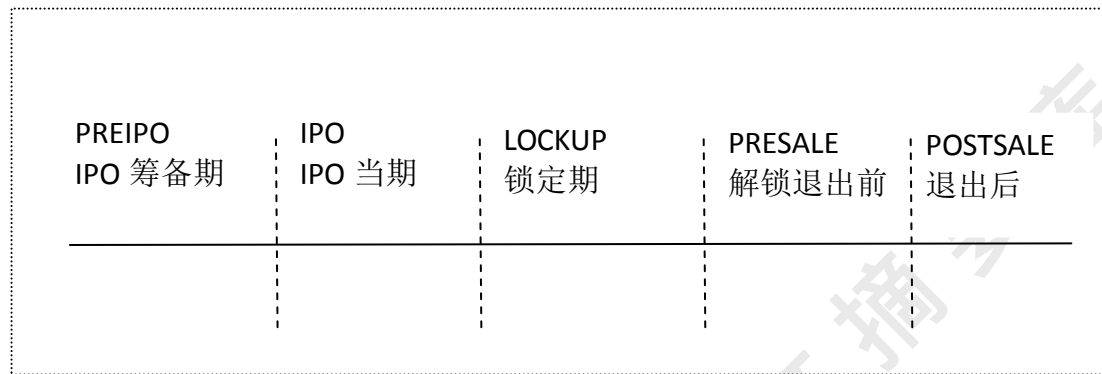


图 1-3：风投支持公司 IPO 前后和风投退出前后的阶段划分

上述五个阶段的划分，区别于现有研究常用的四个阶段划分（IPO 前，IPO 当期，锁定期和解锁后）。五个阶段的划分，更有利于全面分析风险投资机构在解锁后退出前对所投资公司盈余管理的影响。

尽管 IPO 公司盈余管理的相关研究较为丰富，但仍然存在不少问题值得深入探讨。在这五个阶段中，IPO 当期以及之前的筹备期，风投支持公司存在着实现成功 IPO 的动机，风投机构如果意图通过成功 IPO 以建立声誉，则存在着与其他股东利益一致的促进或刺激公司盈余管理的可能。在解禁后退出前的阶段，风险机构则存在着为追求高项目投资回报率从而刺激公司盈余管理的动机。因此，在这些潜在动机以及公司内部、外部监督的共同作用下，风投支持公司在这五个阶段的盈余管理程度呈现如何的动态变化，是值得深入分析的问题之一。

公司盈余管理的行为主要有两种，即应计盈余管理和真实盈余管理。国内外学者对公司如何权衡这两种盈余管理行为的研究较为丰富，但大都是在应计盈余管理更容易被外部监督识别的分析下做出判断。并且，这些研究都尚未考虑到风投这一特殊机构投资者的存在。事实上，对于风投支持公司而言，选择何种盈余管理行为，是在公司经理、风投机构和其他股东的三方博弈均衡下的结果。公司经理在三方博弈均衡状态下，根据这两种盈余管理行为的最大化预期收益而做出选择。并且，公司经理的这种权衡在 IPO 各阶段可能存在差异。因此，风投支持

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库